

美联储资产负债表政策或迎来调整窗口

——美联储3月议息会议前瞻

研究院 宏观组

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

宏观事件

北京时间2024年3月21日凌晨2点, 美联储将公布3月利率决议并更新利率点阵图。

我们预计美联储基准利率仍将延续此前“按兵不动”的政策选项, 关注的焦点转向当前“量化紧缩”的资产负债表政策是否转向——我们预计美联储存在结束“量化紧缩”政策的可能性, 关注市场流动性收紧的风险。

核心观点

■ 通胀韧性下暂不降息, 关注流动性需求的压力

2024年一季度美国通胀“韧性”超预期。通胀回升的主要贡献依然在于服务性价格上升等黏性结构, 核心通胀环比快速上升, 3月降息概率低。

美国金融条件虽然维持低波动的宽松, 高利率下金融机构对流动性需求并未消退。截止3月13日当周, 到期的BTFP贷款余额仍扩张至1675亿美元, 显示对流动性的需求。

■ 预计美联储3月保持利率不变, 量化紧缩政策或调整

利率: 四季度经济的超预期和一季度通胀的反弹降低了短期降息的可能。

资产负债表: 一方面, 美国财政再融资短期压力上升, 美债发行呈现出短期化; 另一方面, 3月以来美联储已经向市场吹风调整资产结构, 增加短债的占比, 3月议息会议或开启资产负债表政策调整的窗口。

影响: 政策调整或驱动收益率曲线陡峭化, 关注宏观流动性的收缩可能。

美元: 预计存反弹空间, 买入波动率指数 (+VXM24)、卖出欧元兑美元 (-ECM24)。

美债: 收益率曲线陡峭化 (2×TUM24-1×TYM24); 增加长债的配置 (+TYM24)。

中债: 国内货币政策的宽松空间削弱, 收益率曲线进一步扁平化 (+1×T-2×TS)。

商品: 2月PSL暂停, 化债背景下4.06万亿赤字规模和3.9万亿地方债限额虽然表现为政策的环比扩张, 但是相比较房地产2023年两位数的回落, 短期资产的创造仍谨慎, 宏观资产端的扩张表现出长期性的特征, 关注商品短期的调整风险。

■ 风险

经济数据短期向上波动, 流动性超预期宽松

目录

宏观事件	1
核心观点	1
■ 通胀韧性下暂不降息，关注流动性需求的压力	1
■ 预计美联储 3 月保持利率不变，量化紧缩政策或调整	1
■ 风险	1
货币条件：金融虽宽松，流动性需求仍存	4
流动性：持续回落，继续留意压力值	5
实体：制造业趋势并不如数字乐观	6
通胀：阶段性韧性，降息概率下降	7
利率：预计 3 月“按兵不动”	8
资产负债表：预计 3 月是转折点	9
财政：美债发行呈现出短期化	9
货币：流动性供给结构相适应	10
宏观策略：预计美元将阶段性反弹	11

图表

图 1：美国金融状况仍宽松 单位：指数点，%	4
图 2：BTFP 项目短期有所扩张 单位：亿美元	4
图 3：美国金融压力分项指数 单位：指数点	4
图 4：美国金融资产呈现出高位特征 单位：%	4
图 5：美联储 ONRRP 继续回落 单位：千亿美元	5
图 6：央行流动性工具需求位于低位 单位：亿美元	5
图 7：家庭部门再次转入去杠杆 单位：%YOY	5
图 8：政府被动进入到加杠杆 单位：%，%GDP	5
图 9：货币条件和实体景气背离 单位：指数点	6
图 10：实体景气和信用环境背离 单位：指数点，BP	6
图 11：GDP 未着陆，整体盈利暂未转正 单位：%YOY	6
图 12：生产力暂时超过成本增速 单位：%YOY	6
图 13：美国通胀热力图显示 2 月核心通胀呈现出韧性 单位：STD	7
图 14：2024 年上半年降息概率收窄 单位：%PCT	8
图 15：2024 年上半年降息空间收窄 单位：%	8
图 16：美国国债发行短期化特征 单位：亿美元	9
图 17：利息占比和美元指数 单位：%	9
图 18：财政赤字和美元指数 单位：%	9
图 19：预计 M2 将回到原有趋势 单位：%，万亿美元	10
图 20：美联储利率和银行总资产增速对比 单位：%	10

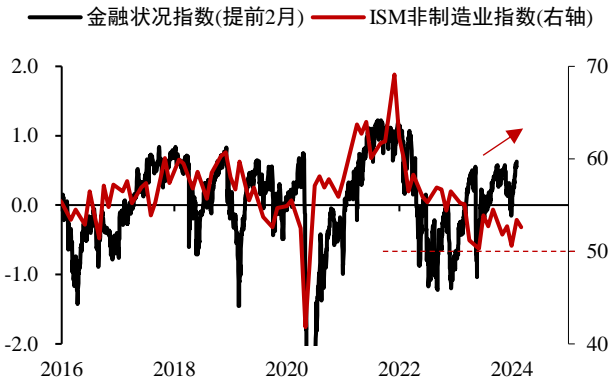
图 21: 美联储资产端环比变动 单位: 亿美元	10
图 22: 美联储负债端变动结构对比 单位: %PCT	10
图 23: 美债陡峭化和对外利差走阔 单位: BP	11
图 24: 美债陡峭化的经济影响 单位: BP	11
表 1: 美联储 12 月 SEP 展望 单位: %	8

货币条件：金融虽宽松，流动性需求仍存

美联储自 2022 年 3 月开始进入到本轮加息周期，截止 2023 年 3 月 15 日美联储基准利率仍维持在 5.25-5.50% 的高位。尽管如此，随着 2023 年 3 月硅谷银行破产事件、2024 年 1 月社区银行暴雷的影响逐渐过去，美联储利率进入“限制性”区间开始暂停加息之后，美国货币条件再次进入到“非常”宽松的状态。

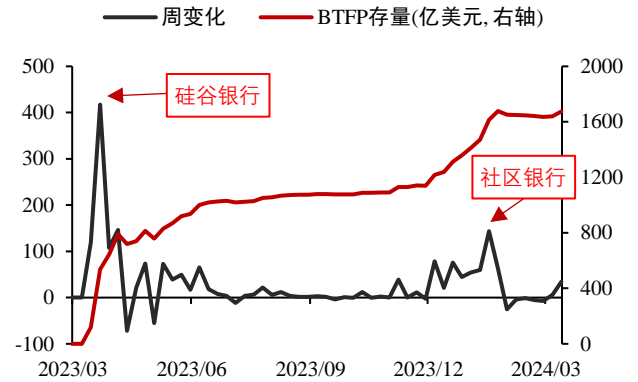
流动性政策层面，美联储 1 月 24 日宣布上调银行定期融资计划(BTFP)利率，同时 BTFP 于 3 月 11 日正式结束。但是截止 3 月 13 日当周，美联储提供的贴现窗口贷款余额为 18.3 亿美元，BTFP 的贷款余额为 1675 亿美元，显示出市场对于流动性的需求仍存在。

图 1：美国金融状况仍宽松 | 单位：指数点，%



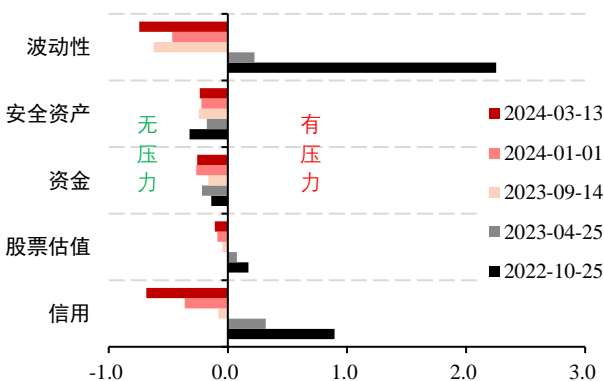
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：BTFP 项目短期有所扩张 | 单位：亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：美国金融压力分项指数 | 单位：指数点



数据来源：OFR Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：美国金融资产呈现出高位特征 | 单位：%



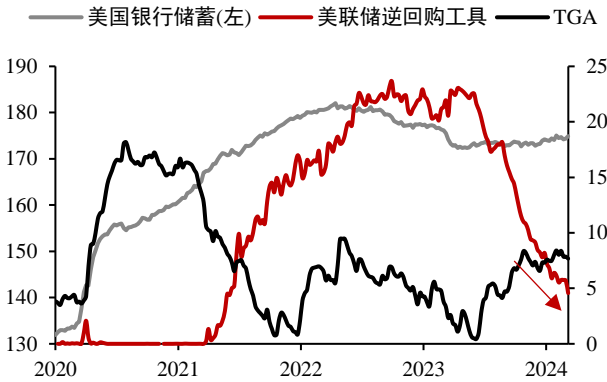
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

流动性：持续回落，继续留意压力值

金融市场流动性宽松。随着美联储利率继续保持高位，叠加量化紧缩政策（QT）的实施、一季度连续三次提高长期债券发行规模，美债收益率自 2024 年伊始再次反弹，同时也不断消耗着美元流动性的“水位”。但是尽管如此，流动性还未到枯竭的状态，全球波动率低位状态下，短期内流动性需求也并不强烈。

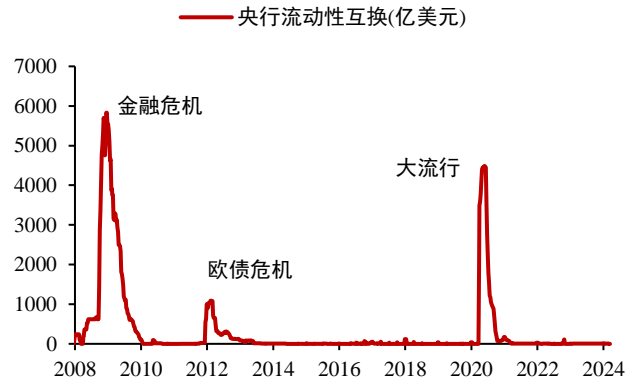
实体部门流动性收紧。从对实体部门流动性影响的角度，随着高利率状态的延续，家庭超额现金储蓄的降低再次驱动以家庭为代表的宏观部门转入去杠杆状态，在宏观高利率叠加银行流动性压力的影响下，政府被动进入到加杠杆过程。

图 5：美联储 ONRRP 继续回落 | 单位：千亿美元



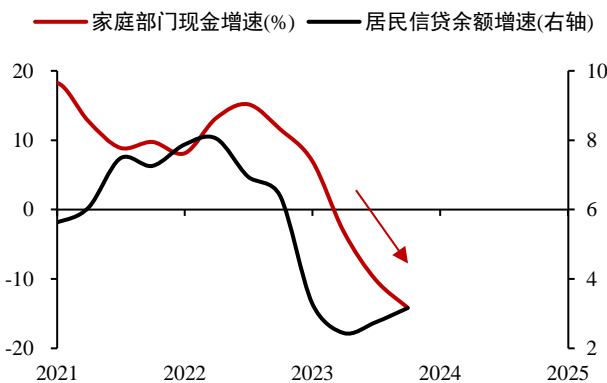
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：央行流动性工具需求位于低位 | 单位：亿美元



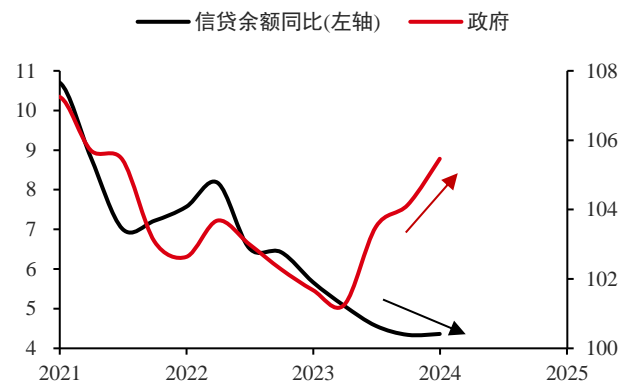
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：家庭部门再次转入去杠杆 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8：政府被动进入到加杠杆 | 单位：%，%GDP



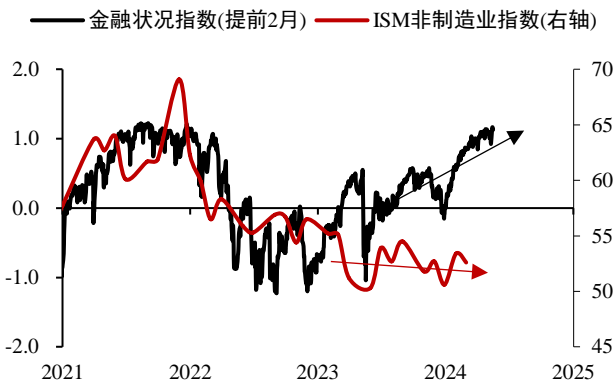
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

实体：制造业趋势并不如数字乐观

经济短期超预期。美国四季度 GDP 环比折年率达到 3.2% (2 月 28 日修正)，相比较第三季度的 4.9% 呈现出继续放缓态势 (但未衰退)。此外，从同比的角度看，四季度美国 GDP 增速达到 5.8%。从驱动来看，一方面消费支出相比较第三季度的 2.2% 扩张至 2.6%；另一方面，美国投资 (+1.5%) 的扩张尤其是建筑投资的增长 (+16.0%) 带动了四季度经济表现超预期。

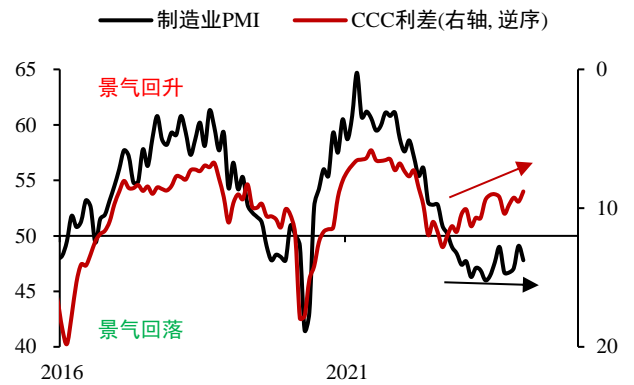
高利率下实体经济景气度面临持续的压力。截止 2 月份，在美国货币条件持续宽松的背景下，实体部门流动性的回落降低了景气预期，ISM 制造业 PMI 依然维持在 47.8 的收缩区间，但非制造业 PMI 维持在 52.6 的相对高景气状态，暗示制造业回流的不确定性。

图 9：货币条件和实体景气背离 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 10：实体景气和信用环境背离 | 单位：指数点, BP



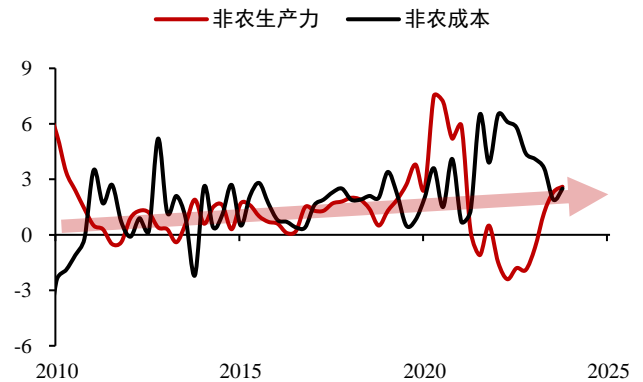
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 11：GDP 未着陆，整体盈利暂未转正 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 12：生产力暂时超过成本增速 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

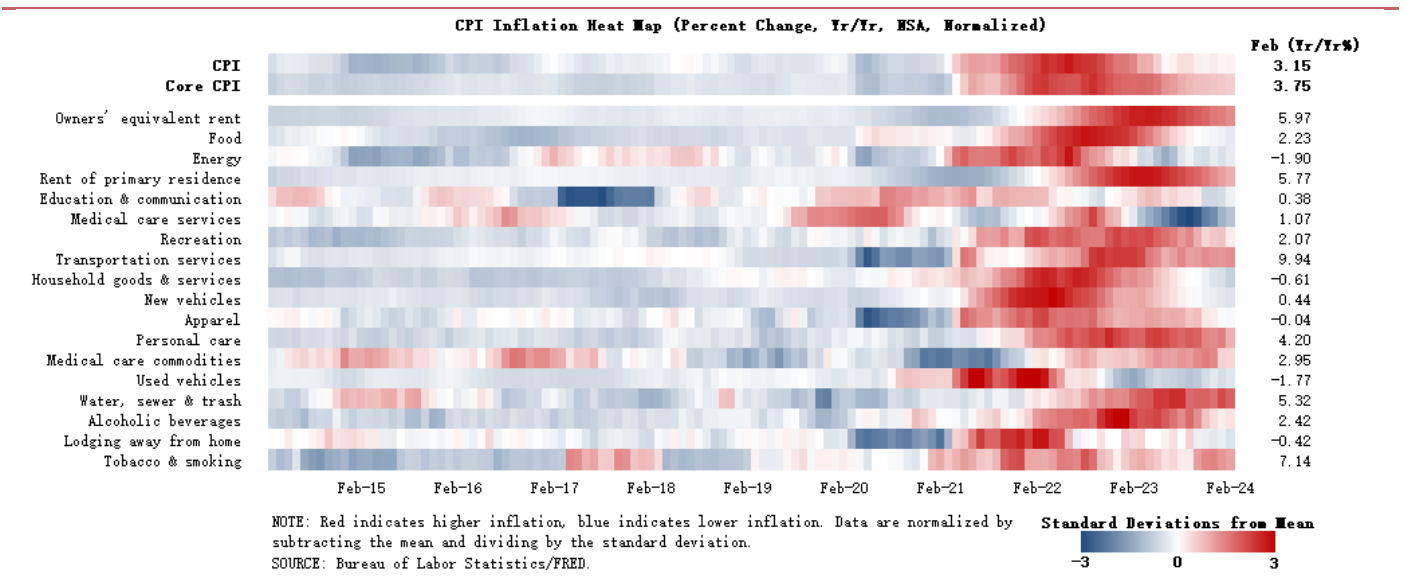
通胀：阶段性韧性，降息概率下降

2024 年一季度美国通胀“韧性”超预期。美国 2 月 CPI 同比增 3.2%，高于预期的 3.1%，前值为 3.1%。美国 2 月 CPI 环比增 0.4%，符合预期，但高出前值 0.3%。美国 2 月核心 CPI 连续第二个月高于预期，强化了美联储在降息方面的谨慎态度。

核心通胀环比快速上升，3 月降息概率低。剔除食品和能源成本，美国 2 月核心 CPI 同比增 3.8%，高于预期的 3.7%，较前值 3.9%进一步回落，仍为 2021 年 5 月以来的最低水平。2 月核心 CPI 环比增 0.4%，为八个月最大升幅，高于预期的 0.3%，与前值持平。

通胀回升的主要贡献依然在于服务性价格上升等黏性结构。从细分项目来看，汽油和住房（包括租金）对 CPI 月度涨幅的贡献超过 60%，暗示通胀存在一定的粘性。二手车、服装、机动车保险和机票价格也有所上涨，环比来看：1) 2 月份住房指数增长了 0.4%，租金指数本月上涨 0.5%，而业主等效租金指数上涨 0.4%。2) 离家住宿指数继 1 月份上涨 1.8%后放缓至 0.1%，机票价格指数上涨 3.6%，前值为 1.4%，机动车保险指数环比上涨 0.9%。3) 医疗保健指数继上涨 0.5%持平上月，医院服务指数环比下降 0.6%，医生服务指数环比下降 0.2%，处方药指数下跌 0.1%。

图 13：美国通胀热力图显示 2 月核心通胀呈现出韧性 | 单位：STD



数据来源：FRED 华泰期货研究院

利率：预计 3 月“按兵不动”

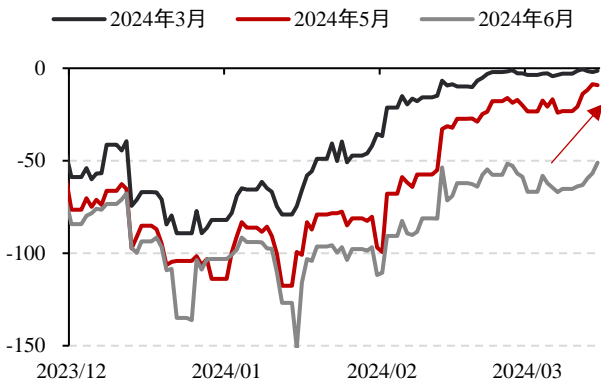
我们预计美联储 3 月份将继续维持“利率”按兵不动的操作思路。1) 从美国国内角度来看，高利率之下流动性继续收敛带来的金融市场压力未消，美联储正处在政策转变的决策窗口，但是四季度经济的超预期表现和一季度通胀反弹的压力，降低了短期行动的可能。2) 从美国以外的角度来看，全球政策博弈的空间正在继续收敛，尽管欧央行 3 月维持利率不变，但是下调了对于未来的通胀预期，在美国经济数据短期“不差”的背景下，预计难有更宽松政策选择；而从中国央行的政策行为来看，继 2 月份降准降息后，3 月 MLF 保持不变的定力，暗示流动性宽松阶段性呈现出收敛特征。

表 1：美联储 12 月 SEP 展望 | 单位：%

	中值					集中趋势					范围				
	2023	2024	2025	2026	长期	2023	2024	2025	2026	长期	2023	2024	2025	2026	长期
实际 GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5-2.7	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	2.5-2.7	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
9 月预测	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
失业率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
9 月预测	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
PCE	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.2	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
9 月预测	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
核心 PCE	3.2	2.4	2.2	2.0	2.0	3.2-3.3	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0-2.1	3.2-3.7	2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
9 月预测	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
加息路径															
利率	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5	5.4	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	5.4	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
9 月预测	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8

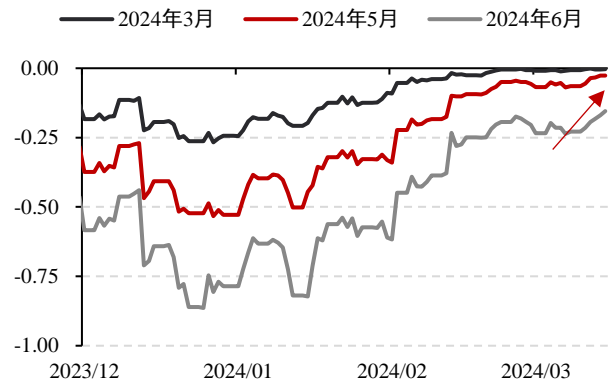
资料来源：FOMC 华泰期货研究院

图 14：2024 年上半年降息概率收窄 | 单位：%PCT



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 15：2024 年上半年降息空间收窄 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

资产负债表：预计 3 月是转折点

财政：美债发行呈现出短期化

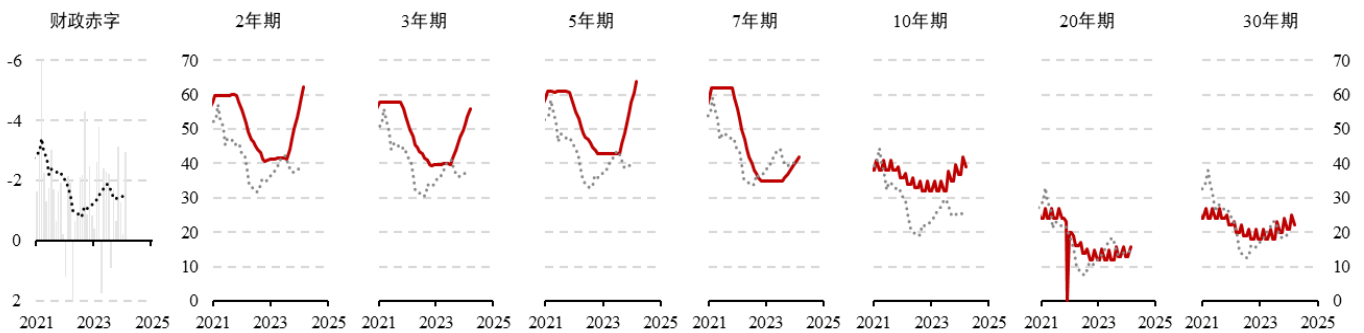
1 月 31 日，美国财政部公布了季度再融资方案，连续第三次提高了长债的季度发行规模，这也意味着未来一个季度长债拍卖规模将达到历史新高。

3 月 9 日，美国总统拜登签署了政府拨款法案，以避免政府机构陷入部分“停摆”，议员们需在 3 月 22 日的第二个截止日期之前，敲定并通过第二批支出法案。

3 月 11 日，美国公布 2025 财年 7.3 万亿美元预算案，2025 财年的赤字总额将达到 1.8 万亿美元，占 GDP 的 6.1%；同时，白宫预测预计 2024 年净利息支付总额约 8900 亿美元，相当于 GDP 的 3.1%。

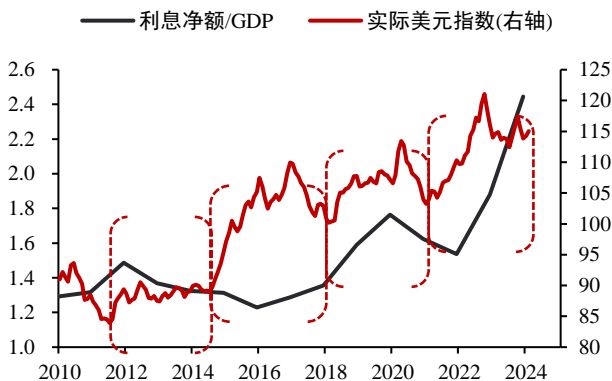
在美债发行呈现出短期化（图 16）的背景下，预计对于美联储当前“量化紧缩”的资产负债表政策也将形成越来越大的压力。

图 16：美国国债发行短期化特征 | 单位：亿美元



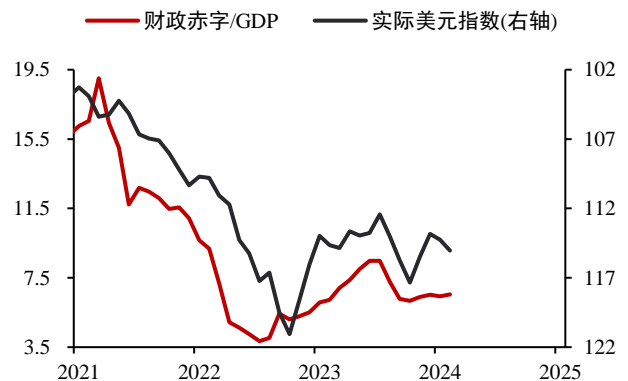
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 17：利息占比和美元指数 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 18：财政赤字和美元指数 | 单位：%



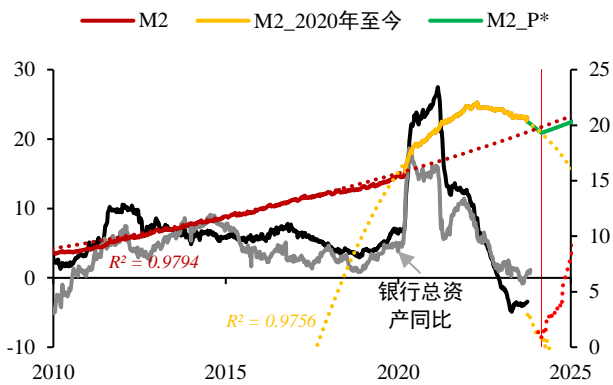
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

货币：流动性供给结构相适应

与财政政策相适应，我们预计美联储资产负债表也将从“收紧”转向“不再收紧”。3月1日，美联储理事沃勒暗示美联储将实施“反向扭转操作”——提高短期美债在资产负债表中的比例，并将所持MBS降至零。3月7日，美联储主席鲍威尔在国会作证的时候表示，在联储的美债持仓中持债的久期可能变得更短，暗示短债持仓的占比将增加。

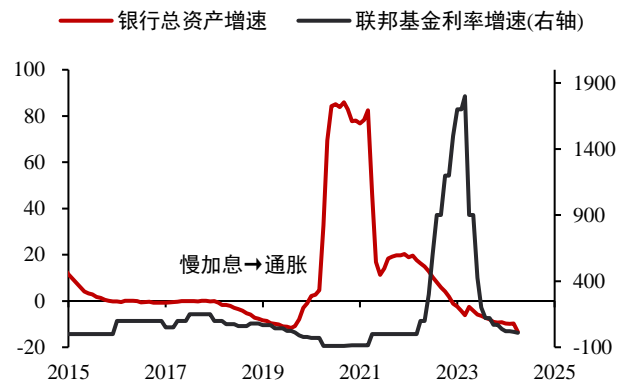
未来的宏观交易将在经济数据和金融市场的波动中持续测试美联储政策的行动预期。鲍威尔在去年12月初的演讲中明确指出，当前美联储的紧缩行动已经让政策利率“深入”（well into）限制性区域。在政策预期切换的过程中，关注市场波动的增加，宏观交易的机会预计将在“不再收紧”到“不再宽松”之间产生。

图 19：预计 M2 将回到原有趋势 | 单位：%，万亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 20：美联储利率和银行总资产增速对比 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 21：美联储资产端环比变动 | 单位：亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 22：美联储负债端变动结构对比 | 单位：%PCT



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

宏观策略：预计美元将阶段性反弹

我们预计美联储 3 月份将继续维持“利率”按兵不动的政策操作思路，但是对于资产负债表政策的可能改变（反向扭曲操作驱动收益率曲线陡峭化），或将引起宏观流动性的收缩可能。

美元：预计在宏观流动性收缩的状态下，美元将存在向上的反弹空间，买入波动率指数 (+VXM24)、卖出欧元兑美元 (-ECM24)。

美债：一方面，从结构的角度来看，美联储政策继续驱动收益率曲线陡峭化 ($2 \times TUM24 - 1 \times TYM24$)；另一方面，从趋势的角度来看，随着市场波动率的抬升，或将增加长债的买入需求 (+TYM24)。

中债：尽管美联储或继续维持利率高位不变，但是宏观流动性的收缩将阶段性削弱国内货币政策的宽松空间，在降实际利率需求节奏放缓的背景下，预计收益率曲线进一步扁平化 ($+1 \times T - 2 \times TS$)；继而从政策对冲的角度增加市场对财政扩张提速的预期，长债供给的增加抵消收益率曲线趋平对长债利率带来的下行空间，T 和 TL 暂维持中性。

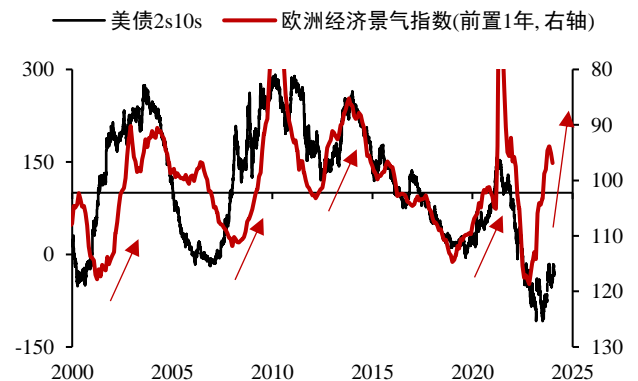
商品：中国宏观债端随着 2 月货币政策的降准和降息，开启了本轮负债扩张的序幕；但是宏观资产端的扩张表现出长期性的特征，2 月份 PSL 扩张暂停，3 月份政府工作报告 3.0% 的赤字目标持平于去年，在化债背景下 4.06 万亿赤字规模和 3.9 万亿地方债限额虽然表现为政策的环比扩张，但是相比较房地产 2023 年两位数的回落，短期资产的创造仍谨慎，关注商品调整风险。

图 23：美债陡峭化和对外利差走阔 | 单位：BP



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 24：美债陡峭化的经济影响 | 单位：BP



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com